ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN — POLONIA
VOL. XXXIX, 20 SECTIO H 2005

Zakład Kierowania Gospodarką Narodową, Instytut Ekonomii
Wydział Ekonomiczny UMCS

ANNA WAWRYSZUK

Strategie kapitału obrotowego netto z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli

Working capital strategies from the point of view of maximizing of shareholders value

KAPITAŁ OBROTOWY NETTO JAKO OBSZAR ZARZĄDZANIA FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA

Procesy finansowe, obok procesów rzeczowych, stanowią integralny element procesów gospodarczych zachodzących zarówno w skali całej gospodarki, jak i na poziomie przedsiębiorstwa. W odniesieniu do procesów finansowych występujących w przedsiębiorstwach używa się terminów „finanse przedsiębiorstwa" i „zarządzanie finansami przedsiębiorstwa". Pierwszy z tych terminów ma znaczenie szersze, gdyż dotyczy on „całości zjawisk i procesów finansowych zachodzących w przedsiębiorstwie [...]"[1], a więc finanse przedsiębiorstwa opisują i analizują mechanizm finansowy przedsiębiorstwa[2], podczas gdy zarządzanie finansami stanowi część finansów przedsiębiorstwa i dotyczy sfery decyzji bieżących i rozwojowych podejmowanych przy użyciu sformalizowanych narzędzi.[3] Wykorzystywanie sformalizowanych narzędzi przy podejmowaniu decyzji w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest środkiem do realizacji jego celów. Współczesne przedsiębiorstwa coraz częściej przyjmują za cel swojego funkcjonowania maksymalizację wartości dla właścicieli, którą wyrażają za pomocą mierników finansowych.

---

[1] *Finanse przedsiębiorstwa*, red. L. Szyszko, PWE, Warszawa 2000, s. 15.
[2] *Ibid.*, s. 17.
[3] *Ibidem.*

Aspekty finansowe przenikają wszystkie obszary funkcjonowania przedsiębiorstwa, wszelkie bowiem decyzje podejmowane w firmie mają swoje skutki finansowe. Wykorzystując narzędzia, których dostarczają finanse, można, z jednej strony, ocenić skutki przeszłych decyzji, a z drugiej, określić skuteczność aktualnie podejmowanych decyzji z punktu widzenia realizacji głównego celu przedsiębiorstwa. W literaturze przedmiotu można nawet spotkać stwierdzenie, iż „kryteria decyzyjne formułowane w kategoriach finansowych zaczynają dominować”[4], co może być podstawą do stwierdzenia, iż rola zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest szczególna.

Ze względu na różnorodność problemów rozstrzyganych w ramach zarządzania finansami przedsiębiorstwa wyróżnia się następujące obszary[5]:

1) zarządzanie aktywami, czyli zarządzanie majątkiem trwałym i majątkiem obrotowym,

2) zarządzanie inwestycjami,

3) zarządzanie kapitałem (własnym i obcym),

4) zarządzanie podatkami,

5) zarządzanie ryzykiem,

6) zarządzanie rentownością operacyjną, czyli zarządzanie przychodami i kosztami.

Uzasadnieniem powyższej klasyfikacji jest istnienie różnych celów decyzji podejmowanych w poszczególnych obszarach decyzyjnych, różnych strategii formułowanych i realizowanych w każdym obszarze decyzyjnym oraz wykorzystywanie różnych narzędzi zarządzania finansami. Poszczególne obszary zarządzania finansami są ze sobą ściśle powiązane, a cele realizowane w ramach każdego z nich powinny być podporządkowane realizacji głównego celu przedsiębiorstwa i strategii ogólnej firmy. Dowodem istnienia współzależności między poszczególnymi obszarami zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest kolejny obszar, który nie został ujęty w zaprezentowanej klasyfikacji, tj. zarządzanie kapitałem obrotowym netto, dotyczący zarządzania majątkiem obrotowym przedsiębiorstwa oraz po części zarządzania strukturą kapitału. Kapitał obrotowy netto, stanowiący różnicę między aktywami bieżącymi i pasywami bieżącymi, tradycyjnie utożsamiany jest z krótkoterminowymi decyzjami finansowymi przedsiębiorstwa.

---

[4] J. Kowalczyk, A. Kusak, *Zarządzanie finansami firmy. Zagadnienia wybrane*, PTE – Zakład Szkolenia i Doradztwa Ekonomicznego Sp. z o.o., Lublin 1997, s. 5.

[5] P. Karpuś, *Obszary zarządzania finansami w przedsiębiorstwie zorientowanym na wartość*, [w:] *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, t. 2, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw i instytucji*, red. P. Karpuś, J. Węcławski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2005, s. 6–14.

STRATEGIE FINANSOWE W PROCESIE REALIZACJI CELÓW I STRATEGII PRZEDSIĘBIORSTWA

Decyzje podejmowane w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa powinny wynikać z przyjętej strategii ogólnej firmy ukierunkowanej na maksymalizację wartości dla właścicieli. Cel ogólny powinien zostać przełożony na cele bardziej szczegółowe, tj. rentowność, płynność i wzrost. Według S. Monaghana wskazane trzy cele stanowią bowiem filary, na których opiera się proces kreowania wartości dla właścicieli.[6] W literaturze przedmiotu powyższe cele określane są terminem „trójkąt celów", przy tym ostatni z nich - wzrost, utożsamiany jest również z bezpieczeństwem finansowym[7] lub pewnością działania.[8]

Maksymalizacja rentowności oznacza maksymalizację wartości wskaźników, w których wartość zysku księgowego odnoszona jest do pewnych kategorii ekonomicznych, takich jak: przychody ze sprzedaży, wartość kapitału własnego, wartość aktywów, koszty. Utrzymanie płynności finansowej należy uznać za niezbędny warunek trwania i rozwoju przedsiębiorstwa, a zatem decyzje podejmowane w tym obszarze wpływają zarówno na rentowność przedsiębiorstwa, jak i na bezpieczeństwo finansowe. Płynność finansowa najczęściej jest rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do spłaty zobowiązań w terminach, gdy stają się one wymagalne, zaś poziom płynności finansowej jest utożsamiany z nadwyżką aktywów bieżących nad pasywami bieżącymi. W tym kontekście maksymalizacja płynności finansowej będzie wiązała się z koniecznością ponoszenia kosztów, a więc będzie negatywnie wpływała na rentowność. Trzeci z celów określany jako pewność, bezpieczeństwo finansowe lub wzrost dotyczy tworzenia warunków umożliwiających przedsiębiorstwu trwanie i odnoszenie sukcesów w przyszłości. Działania podejmowane w tym obszarze powinny skoncentrować się na poprawie zdolności konkurencyjnej oraz na ciągłym dostosowywaniu się do zmieniających się uwarunkowań.[9]

Zdaniem P. Eichhorna[10], każdy z tych trzech celów powinien być zrealizowany w możliwie najlepszy sposób, jednakże nie mogą one być każdorazowo maksymalizowane w izolacji, gdyż przynajmniej w pewnym zakresie pozostają względem siebie konkurencyjne. Ukierunkowanie działań na maksymalizację ren-

---

[6] S. Monaghan, *Profitability, Liquidity and Growth*, Competitive Capital Management Group, 27.12.2004, www.competitivecapital.com

[7] J. Kulawik, *Finansowe cele organizacji gospodarczych*, „Przegląd Organizacji" 1995, nr 4, s. 29 i nast.

[8] P. Karpuś, *Problemy kształtowania zasad polityki finansowej przedsiębiorstw*, [w:] *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, red. P. Karpuś, J. Węcławski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004, s. 374.

[9] *Ibid.*, s. 374.

[10] P. Eichhorn, *Rechnungsziele und Rechnungssysteme in Unternehmen und Verwaltungen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft*. H. 9, 1993, [cyt. za:] Kulawik J., *op. cit.*, s. 29.

towności prowadzi do obniżenia płynności i bezpieczeństwa, zaś koncentracja działań na zapewnieniu pewności działania negatywnie oddziałuje na strukturę kapitału, zysk i skuteczną ochronę płynności. Płynność finansowa i wzrost tworzą warunki umożliwiające przedsiębiorstwu realizację jego głównego celu i podporządkowanej temu celowi strategii.

Decyzje podejmowane w poszczególnych obszarach zarządzania finansami wpływają na rentowność, płynność i pewność. W celu osiągnięcia większej zgodności między decyzjami podejmowanymi w obszarze zarządzania finansami a strategią ogólną firmy należy opracowywać i wdrażać strategie finansowe.

Strategia finansowa przedsiębiorstwa, według M. Wypycha, to „zbiór kryteriów i reguł postępowania podporządkowanych realizacji strategicznego celu rozwoju, którymi kierują się zarządzający przedsiębiorstwem w trakcie podejmowania decyzji dotyczących pozyskiwania środków na finansowanie bieżących i przyszłych potrzeb oraz określenia kierunków i sposobów wykorzystania tych środków m.in. w drodze inwestowania, przy uwzględnieniu istniejących szans, ograniczeń i związków z otoczeniem".[11] Według E. Wrońskiej strategia finansowa to metody czy sposoby działania podejmowane w sferze finansowej funkcjonowania przedsiębiorstw, czyli w zakresie pozyskiwania i wykorzystania środków finansowych.[12] Strategię finansową można scharakteryzować w sposób następujący:

1) powinna wspomagać realizację celów przedsiębiorstwa i zapewniać jego sprawne funkcjonowanie;

2) powinna posiadać cechy przypisywane strategii, tj. charakteryzować się długim horyzontem czasowym, możliwością wdrożenia, dostosowaniem do posiadanych czy też dostępnych zasobów i skupieniem wysiłków na wyznaczonym celu;

3) powinna dotyczyć wszystkich obszarów finansowych;

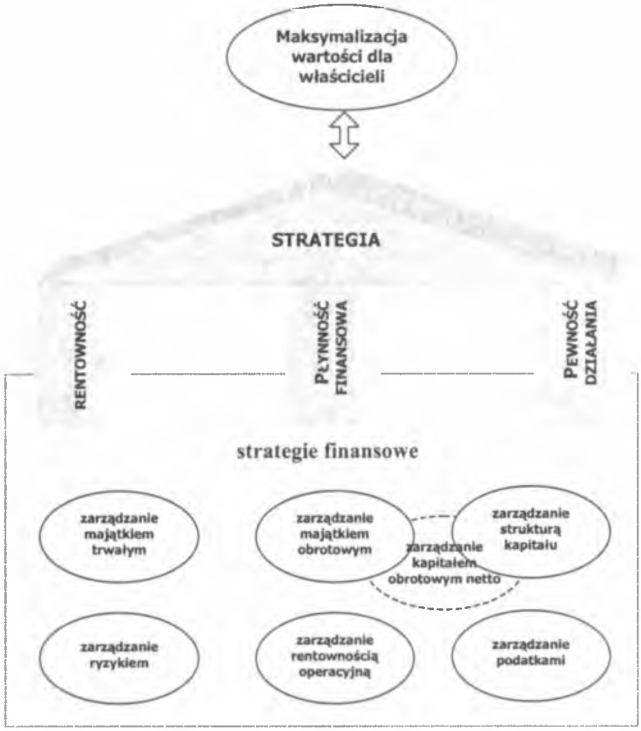
4) powinna określać instrumenty, techniki, kryteria i reguły sterowania przebiegiem zjawisk związanych z gromadzeniem i wydatkowaniem środków pieniężnych zgodnie z przyjętym celem.[13]

Ze względu na fakt, iż w ramach zarządzania finansami przedsiębiorstwa wyróżnia się różne obszary decyzyjne, naturalną konsekwencją jest potrzeba formułowania strategii finansowych w odniesieniu do poszczególnych obszarów zarządzania finansami. Związki między głównym celami przedsiębiorstwa, strategią ogólną i strategiami finansowymi przedstawia rys. 1.

[11] M. Wypych, *Obszary strategicznych decyzji finansowych w przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji" 1994, nr 9, s. 11.

[12] E. Wrońska, *Strategia finansowa przedsiębiorstwa przyszłości*, [w:] *Przedsiębiorstwo na przełomie wieków*, red. B. Godziszewski, M. Haffer, M. J. Stankiewicz, Uniwersytet Mikołaja Kopernika, Toruń 2001, s. 712.

[13] Zob. *ibid.*, s. 712.



Rys. 1. Strategia przedsiębiorstwa a jego cele i strategie finansowe
Corporate strategy, and its goals and financial strategies
Źródło: opracowanie własne.

Powyższy rysunek wskazuje, iż filary, na których opiera się strategia, tj. rentowność, płynność finansowa, pewność działania powinny być „konstruowane" w procesie opracowywania i realizacji strategii finansowych dotyczących poszczególnych obszarów zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Strategie finansowe zaś powinny opierać się na pewnych zasadach zarządzania finansami przedsiębiorstwa, do których zalicza się: zasadę opisującą podstawowy cel finansowy przedsiębiorstwa, zasadę płynności, bezpieczeństwa struktury kapitału, zasadę motywacyjnej roli finansów.[14]

Jednocześnie należy podkreślić, iż strategia finansowa nie może być postrzegana jako jedna z wielu strategii funkcjonalnych, które są opracowywane w obszarze produkcji, badań i rozwoju, marketingu itp. Strategia finansowa powinna przenikać różne aspekty funkcjonowania przedsiębiorstwa, co jest konsekwencją faktu, iż procesy finansowe stanowią integralną cześć procesów gospodarczych.

[14] Szerzej na ten temat: P. Karpuś, *Problemy kształtowania...*, s. 371–382.

KIERUNKI ODDZIAŁYWANIA KAPITAŁU OBROTOWEGO NETTO NA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Każdy ze wskazanych obszarów zarządzania finansami przedsiębiorstwa może odegrać określoną rolę w procesie kreowania wartości dla właścicieli. Potencjał taki tkwi także we właściwym zarządzaniu kapitałem obrotowym netto. Według A. Rappaporta inwestycje w kapitał obrotowy netto stanowią bowiem jeden z siedmiu czynników kreujących wartość dla właścicieli.[15]

Maksymalizacja wartości dla właścicieli wyznaczanej na podstawie modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych[16] może być realizowana poprzez:

1) maksymalizację wartości przepływów pieniężnych (tj. zwiększając przychody, zmniejszając koszty, ograniczając inwestycje kapitałowe i/lub nakłady na kapitał obrotowy netto),

2) przyspieszenie momentu wystąpienia przepływów pieniężnych (wartości uzyskiwane w późniejszym okresie są obarczone większym ryzykiem, a więc mają niższą realną wartość),

3) zmniejszenie ryzyka towarzyszącego funkcjonowaniu przedsiębiorstwa (wyższe ryzyko oznacza większą zmienność przepływów pieniężnych oraz zwiększa poziom stopy dyskontowej),

4) zwiększenie wartości rezydualnej.[17]

Decyzje podejmowane w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto kształtują wartość przedsiębiorstwa, wpływając na cztery powyższe zmienne.

Konieczność ponoszenia nakładów na zwiększenie kapitału obrotowego netto obniża wartość wolnych przepływów pieniężnych, tj. wiąże się z koniecznością inwestowania kapitałów długoterminowych w aktywa bieżące, ograniczając tym samym możliwość zwiększenia wartości dla właścicieli w inny, bardziej efektywny sposób. Co więcej, utrzymywanie aktywów bieżących oznacza konieczność ponoszenia kosztów, stąd decyzja o zmniejszeniu ich poziomu może zwiększyć wartość generowanych przepływów pieniężnych. Poziom aktywów bieżących nie może być jednak zbyt niski, gdyż zagraża to prawidłowemu funkcjonowaniu przedsiębiorstwa, tj. nie przyczynia się do wzrostu ryzyka. Zależność ta nie jest jednak tak jednoznaczna w przypadku należności, których wzrost może przyczyniać się do zwiększenia przepływów gotówkowych. Decyzje podejmowane w obszarze kapitału obrotowego netto wpływają także na moment wystąpienia przepływów pieniężnych.

---

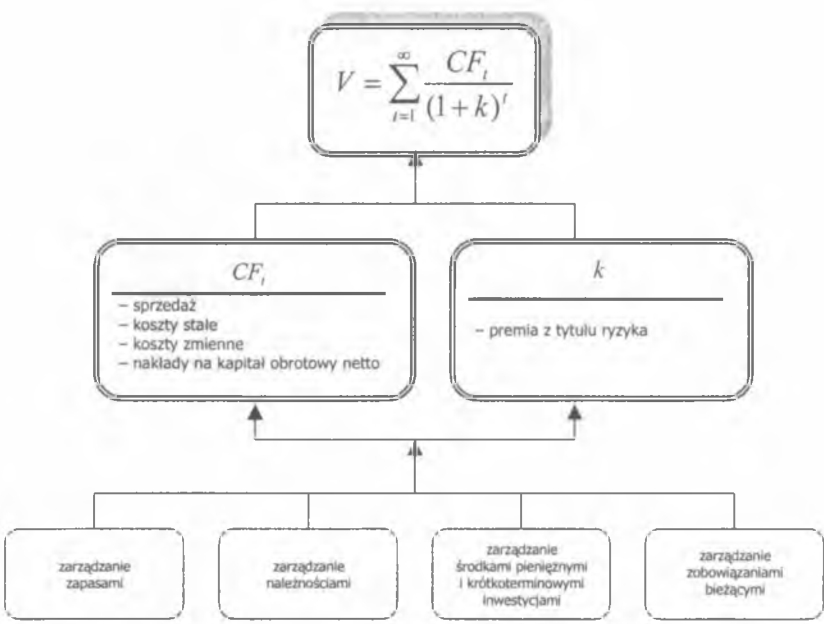
[15] A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999, s. 65.

[16] Model zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) jako technika szacowania wartości przedsiębiorstwa jest często opisywany w literaturze przedmiotu. Zob. np. T. Dudycz, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2005.

[17] Zob. R. K. Srivastava, T. A. Shervani, L. Fahey, *Market-Based Assets and Shareholder Value: A Framework for Analysis*, „Journal of Marketing" 1998, January, s. 9.

Utrzymywanie kapitału obrotowego netto w pewien sposób zabezpiecza przedsiębiorstwo przed ryzykiem, a więc przed zmiennością wolnych przepływów pieniężnych, np. brak wpływów z tytułu sprzedaży może być uzupełniony wpływami z tytułu sprzedaży papierów wartościowych. Aktywa bieżące przekraczające poziom pasywów bieżących są zatem istotnym czynnikiem zmniejszającym ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa, co powinno znaleźć swój wyraz w niższym poziomie stopy dyskontowej przyjmowanej do aktualizacji wolnych przepływów pieniężnych. Jednocześnie należy zauważyć, iż sprawne zarządzanie kapitałem obrotowym netto zmniejsza ryzyko utraty płynności finansowej oraz wspomaga proces realizacji strategii, a więc tworzy warunki do tego, aby przedsiębiorstwo funkcjonowało w długim okresie i generowało przepływy pieniężne.

Przedstawione w sposób ogólny zależności wskazują, iż kapitał obrotowy netto oddziałuje na wartość przedsiębiorstwa w różny sposób. Okazuje się, że na przykład, niski poziom kapitału obrotowego netto może, z jednej strony, zwiększać wartość przedsiębiorstwa przez wzrost wartości wolnych przepływów pieniężnych, z drugiej zaś, większe ryzyko związane z tymi przepływami może wartość tę obniżać (ryzyko zwiększa stopę dyskontową). Zależność ta jednak nie zawsze musi mieć miejsce.



Rys. 2. Wpływ kapitału obrotowego netto na wartość przedsiębiorstwa
The influence of working capital on the value of a firm
Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Pluta, G. Michalski, *Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem. Jak zachować płynność finansową?*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2005, s. 9.

W ramach zarządzania kapitałem obrotowym netto wskazuje się zazwyczaj cztery obszary decyzyjne: zarządzanie zapasami, zarządzanie należnościami, zarządzanie środkami pieniężnymi i krótkoterminowymi inwestycjami oraz zarządzanie zobowiązaniami bieżącymi. Decyzje podejmowane w każdym ze wskazanych obszarów decyzyjnych wpływają na zmienne, na podstawie których oblicza się wartość przedsiębiorstwa. Zależności między wartością przedsiębiorstwa a poszczególnymi obszarami zarządzania kapitałem obrotowym netto prezentuje rys. 2.

Wobec faktu, iż sieć zależności między decyzjami dotyczącymi kapitału obrotowego netto a wartością przedsiębiorstwa jest bardzo rozbudowana, konsekwencją tego staje się konieczność formułowania strategii finansowej dotyczącej kapitału obrotowego netto, która mogłaby zapewnić większą zgodność między strategią przedsiębiorstwa a decyzjami podejmowanymi w tym obszarze.

STRATEGIE KAPITAŁU OBROTOWEGO NETTO

Strategia kapitału obrotowego netto powstaje w wyniku połączenia dwóch strategii cząstkowych, tj. strategii inwestowania w aktywa bieżące i strategii finansowania aktywów bieżących. Strategię inwestowania w aktywa bieżące identyfikuje się przez porównywanie relacji aktywów bieżących do przychodów ze sprzedaży dla danej firmy z przeciętną dla branży. W literaturze przedmiotu wskazuje się trzy rodzaje strategii inwestowania w aktywa bieżące[18]: łagodną, umiarkowaną, restrykcyjną. W zależności od tego, w jakich proporcjach kapitały stałe i kapitały krótkoterminowe są wykorzystane do finansowania aktywów bieżących stałych i zmiennych[19], wyróżnia się także trzy rodzaje strategii finansowania aktywów bieżących: strategia dopasowania terminów zapadalności i wymagalności, strategia względnie agresywna, strategia względnie konserwatywna.[20] Wybierając zatem określoną strategię inwestowania w aktywa bieżące i ich finansowania, otrzymuje się określoną strategię kapitału obrotowego netto. Każda z tych strategii skutkuje określonym poziomem kapitału obrotowego netto, ryzyka i rentowności.[21]

---

[18] E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 2000, s. 122 i n.

[19] Aktywa bieżące o charakterze stałym to taki poziom aktywów bieżących, który nie ulega zmianom cyklicznym i sezonowym; jest to poziom minimalny warunkujący sprzedaż na poziomie najniższym. Aktywa bieżące o charakterze zmiennym to ta część aktywów bieżących, która zmienia się wraz ze zmianami w przychodach ze sprzedaży

[20] Por. E. F. Brigham, L. C. Gapenski, *op. cit.*, t. 2, s. 124.

[21] Szerzej na temat konsekwencji wyboru strategii kapitału obrotowego netto: A. Wawryszuk, *Zarządzanie płynnością finansową a strategia przedsiębiorstwa*, [w:] *Rynek finansowy – szanse i zagrożenia rozwoju*, s. 48–59.

		Strategia inwestowania w aktywa bieżące	
		łagodna	restrykcyjna
Strategia finansowania aktywów	agresywna	umiarkowane ryzyko i zysk *umiarkowana strategia kapitału obrotowego netto*	wysokie ryzyko i zysk *agresywna strategia kapitału obrotowego netto*
	konserwatywna	niskie ryzyko i zysk *konserwatywna strategia kapitału obrotowego netto*	umiarkowane ryzyko i zysk *umiarkowana strategia kapitału obrotowego netto*

Rys. 3. Ryzyko i zysk dla różnych strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto
Risk and profit for different strategies of working capital management
Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Czekaj, Z. Dresler, *Podstawy zarządzania finansami firm*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 190.

Decyzje podejmowane w obszarze kapitału obrotowego netto wpływają na rentowność i ryzyko funkcjonowania przedsiębiorstwa, co ostatecznie znajduje swój wyraz w wartości generowanej dla właścicieli. Zależność między rentownością a ryzykiem była przedmiotem wielu analiz. Wydaje się, iż po raz pierwszy problem ten został dostrzeżony przez K. V. Smitha[22], który wskazał jednocześnie na niemożliwość jednoczesnej maksymalizacji płynności i rentowności. Tym samym oznacza to, iż decyzje, których celem jest maksymalizacja rentowności, nie mogą jednocześnie prowadzić do zwiększenia płynności finansowej, zaś w przypadku koncentracji działań na zwiększaniu płynności finansowej należy oczekiwać zmniejszenia rentowności przedsiębiorstwa. Badania takie prowadzili na przykład: H. Shin i L. A. Soenen[23], M. Deloof.[24] Cytowani autorzy utożsamiali poziom ryzyka z czasem trwania cyklu konwersji gotówki lub cyklu handlowego netto (im krótszy był cykl konwersji gotówki lub cykl handlowy netto[25], tym

---

[22] K. V. Smith, *Profitability Versus Liquidity Tradeoffs in Working Capital Management*, [w:] K. V. Smith, *Readings on the Management of Working Capital*, St.Paul, MN, West Publishing Company, 1980, s. 549-562, cyt. za: H. Shin, L. A. Soenen, *Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability*, „Financial Practice & Education" 1998, Fall-Winter.

[23] Wyniki badań oraz zastosowana metodologia zostały przedstawione w artykułach: H. Shin, L. A. Soenen, *Efficiency of Working Capital Mangement...* oraz iid., *Liquidity Management or Profitability – Is there Room for Both*?, „AFP Exchange" 2000, Spring.

[24] Wyniki analiz zostały zaprezentowane w artykule: M. Deloof, *Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?*, „Journal of Business Finance & Accounting" 2003, April-May, s. 573-587.

[25] W polskiej literaturze cykl konwersji gotówki (ang. *cash conversion cycle*) oraz cykl handlowy netto (ang. *net trade cycle*) są ze sobą utożsamiane. Pojęcie cyklu handlowego netto nie jest używane, chociaż w różnych publikacjach cykl konwersji gotówki jest liczony w różny sposób. Różnice między tymi pojęciami wynikają właśnie ze sposobu liczenia cykli cząstkowych, tj. cyklu

większy był poziom ryzyka utraty płynności finansowej), natomiast rentowność mierzono wskaźnikami będącymi relacją zysku przed opodatkowaniem i odsetkami do innych kategorii ekonomicznych, tj. sprzedaży, aktywów ogółem lub wartości kapitału własnego. Przeprowadzone analizy pozwoliły ich autorom stwierdzić, iż istnieje negatywny związek między długością cyklu handlowego netto a rentownością, tj. krótki cykl handlowy netto (niższa płynność) prowadzi do wzrostu rentowności. Ograniczając cykl handlowy netto, można zwiększyć wartość dla właścicieli, jednak zdecydowanie lepsze rezultaty osiąga się przez skracanie cyklu operacyjnego (tj. zmniejszanie poziomu zapasów i należności), aniżeli wydłużanie cyklu konwersji zobowiązań.[26]

O ile początkowo w tego typu badaniach analizie poddawano zależność między rentownością a płynnością finansową, o tyle z czasem zaczęto analizować także wpływ zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość przedsiębiorstw. Przykładem mogą być badania Y.-J. Wanga, które przeprowadzono w 1555 firmach japońskich i 379 firmach tajwańskich.[27] Analizie poddano sprawozdania finansowe z okresu 1985–1996. Autor badań skoncentrował się na zależnościach istniejących między następującymi kategoriami:

1) zarządzanie płynnością i wyniki operacyjne przedsiębiorstw
2) zarządzanie płynnością i wartość przedsiębiorstw

Pomiar płynności był szacowany na podstawie cyklu konwersji gotówki, natomiast rentowność była mierzona trzema wskaźnikami:

1) rentowność aktywów (*ROA*) – relacja zysku przed opodatkowaniem i odsetkami (*EBIT*) do wartości aktywów ogółem,

2) rentowność kapitału własnego (*ROE*) – relacja zysku przed opodatkowaniem (*EBT*) do wartości kapitału własnego,

3) współczynnik q-Tobina (*q*), który był obliczany według formuły:

$$q = \frac{C + P + SD + LD}{RC}$$

gdzie: C – wartość rynkowa zwykłego kapitału akcyjnego, P – wartość rynkowa uprzywilejowanego kapitału akcyjnego, LD – wartość księgowa długoterminowego długu, SD – wartość księgowa krótkoterminowego długu, RC – wartość odtworzeniowa posiadanego majątku.

---

konwersji zapasów, należności i zobowiązań. Zob. R. Kamath, *How Usefull are Common Liquidity Measures?*, „Journal of Cash Management" 1989, January-February, [cyt za:] M. B. Smith, E. Begemann, *Measuring Associations Between Working Capital and Return on Investment*, „South African Journal of Business Management" 1997, March.

[26] Zob. H. Shin, L. A. Soenen, *Efficiency of Working Capital Mangement...* oraz iid., *Liquidity Management or Profitability...*

[27] Y.-J. Wang, *Liquidity Management, Operating Performance and Corporate Value: Evidence from Japan and Taiwan*, „Journal of Multinational Financial Management" 2002, nr 12, s. 159–169.

Autor badań na podstawie uzyskanych wyników stwierdza, iż w badanych przedsiębiorstwach istnieje negatywna zależność między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością aktywów oraz między długością cyklu konwersji gotówki a rentownością kapitału własnego. Jest to jednoznaczne z faktem, iż krótszy cykl konwersji gotówki pozwala uzyskać lepsze wyniki operacyjne. Zależność między zarządzaniem płynnością finansową a wartością przedsiębiorstw jest następująca: firmy posiadające wskaźnik q-Tobina większy od jedności (wysoka wartość rynkowa) jednocześnie mają krótszy cykl konwersji gotówki i wyższe wskaźniki ROA i ROE, aniżeli firmy, w których wskaźnik q-Tobina kształtuje się na poziomie niższym od jedności i równym jedności. Wyniki powyższe pozwalają autorowi na stwierdzenie, iż w obydwu krajach inwestorzy wyżej wyceniają firmy, które w sposób agresywny zarządzają płynnością finansową, tj. ograniczają cykl konwersji gotówki.

Zależności między decyzjami dotyczącymi zarządzania kapitałem obrotowym netto a wartością przedsiębiorstwa badali także konsultanci firmy CAPTO Financial Consulting, którzy analizie poddali sprawozdania finansowe 50 dużych szwedzkich przedsiębiorstw z 2001 roku. Celem tych analiz było udzielenie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób poprawa zarządzania kapitałem obrotowym netto wpływa na wartość rynkową przedsiębiorstw przez trwały wzrost przepływów pieniężnych, obniżenie poziomu kapitału obrotowego netto i wzrost osiąganej marży dzięki doskonaleniu procesów. W prowadzonych analizach porównywano poziom kapitału obrotowego netto, rentowność i wartość rynkową poszczególnych przedsiębiorstw. Autorzy badań podkreślają jednak, iż mają świadomość tego, że wartość przedsiębiorstwa zależy od wielu różnych czynników i trudno jest wskazać jeden z nich i określić jego stopień oddziaływania na wartość przedsiębiorstwa, mimo to wyrażają przekonanie, iż dzięki tym badaniom zostanie zapoczątkowana dyskusja nad wpływem zarządzania kapitałem obrotowym netto na wartość rynkową przedsiębiorstwa. Wyniki przeprowadzonych przez nich analiz wskazują, iż inwestorzy doceniają i wynagradzają przedsiębiorstwa sprawujące kontrolę nad poszczególnymi składnikami aktywów bieżących i pasywów bieżących oraz wynagradzają przedsiębiorstwa, w których operacyjny kapitał obrotowy netto jest utrzymywany na niskim poziomie. Przedsiębiorstwa osiągające wysoką marżę EBITDA (ang. *earnings before interest, taxes depreciation, and amortization*)[28] i jednocześnie posiadające niski wskaźnik DWC[29] (ang. *days of working capital*), były najwyżej wyceniane przez rynek, zaś znacznie niżej wyceniano przedsiębiorstwa, w których obserwowano krótki DWC i jednocześnie niską

[28] Marża EBIDTA to relacja zysku przed spłatą odsetek, opodatkowaniem i rocznymi kosztami amortyzacji do wartości sprzedaży.

[29] W analizach przyjęto, iż DWC= (kapitał obrotowy netto/przychody ze sprzedaży)*365 dni; gdzie kapitał obrotowy netto to zapasy powiększone o należności handlowe i przedpłaty dla dostawców oraz pomniejszone o zobowiązania handlowe i przedpłaty odbiorców.

marżę lub długi DWC przy wysokiej marży. Wydaje się zatem, że z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli najbardziej pożądane są usprawnienia w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto, które łączą się ze wzrostem marży.

PODSUMOWANIE

Wyniki zaprezentowanych badań mogłyby sugerować, iż inwestorzy w swoich decyzjach nie biorą pod uwagę ryzyka towarzyszącego niskiemu poziomowi kapitału obrotowego netto, skoro nie dokonują korekty wartości przedsiębiorstwa z tytułu wysokiego ryzyka utraty płynności finansowej. Ryzyko to powinno znaleźć swój wyraz w wyższej stopie dyskontowej. Tymczasem badania te wskazują, iż agresywna strategia kapitału obrotowego netto mogłaby prowadzić nie tylko do wzrostu rentowności, ale także do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, a więc byłaby ona pożądana z punktu widzenia maksymalizacji wartości dla właścicieli. Wyjaśnienie takiej sytuacji może być następujące: płynność finansowa nie musi być utożsamiana z istnieniem nadwyżki aktywów bieżących nad pasywami bieżącymi, o tym bowiem, czy przedsiębiorstwo posiada płynność finansową, decyduje umiejętność zsynchronizowania przepływów pieniężnych (tj. wpływów i wypływów gotówkowych), zarówno co do wartości, jak i momentu ich wystąpienia.[30]

Agresywna strategia kapitału obrotowego netto prowadzi do zmniejszenia poziomu kapitału obrotowego netto, ale wyraźnie należy podkreślić, iż strategia ta nie może koncentrować się wokół docelowego poziomu kapitału obrotowego netto. Strategia formułowana w obszarze zarządzania kapitałem obrotowym netto powinna określać działania, dzięki którym zwiększy się sprawność zarządzania kapitałem obrotowym netto. Sprawność czy też efektywność zarządzania kapitałem obrotowym netto jest tym większa, w im większym stopniu decyzje podejmowane w obszarze kapitału obrotowego netto usprawniają i przyspieszają przepływ gotówki, przyczyniając się tym samym do wzrostu wartości dla właścicieli. Usprawnienia te powinny wiązać się ze zmniejszeniem wartości kapitałów stałych finansujących aktywa bieżące i prowadzić nie tylko do osiągnięcia krótkookresowych korzyści w postaci dodatkowego strumienia pieniężnego, ale tworzyć warunki do tego, by wzrost przepływów pieniężnych następował także w długim okresie (np. przez zmniejszenie koniecznych nakładów na kapitał obrotowy netto, oszczędności kosztów posiadania i finansowania aktywów bieżących). Efektem tych działań powinien być wzrost rentowności i wartości przedsiębiorstwa bez zwiększania ryzyka utraty płynności finansowej.

---

[30] Zob. K. Znaniecka, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce Zarząd Główny Centralny Ośrodek Szkolenia Zawodowego, Warszawa 2001, s. 107.

SUMMARY

The maximizing of shareholders value is now the main goal of corporates. Therefore many firms develop and implement value-based strategies. The overall corporate strategy has the tree supporting pillars, i.e. profitability, liquidity and growth, which should be built in the process of financial management. Working capital management is not only the part of financial management, but also an integral part of the overall corporate strategy to create shareholders value. The way working capital is managed has a significant impact on the three supporting pillars. Usually, decisions that tend to increase liquidity tend to lessen profitability and conversely. Therefore there is a need to develop and implement one of three strategies of working capital management, i.e. aggressive, conservative and moderate strategies. This article shows that shareholders prefer firms that implement aggressive working capital strategy. However working capital should be managed effectively, that is the undertaken decisions in respect to the above mentioned lead to the effectiveness and acceleration of the cash flows trough the company.